

T. Foucault • S. Moinas • E. Theissen

Does Anonymity Matter in Electronic Limit Order Markets?

CFR Working Paper 05-15

An vielen Börsen sind heute elektronische Handelssysteme im Einsatz, die nach dem Auktionsprinzip funktionieren. Limitierte Aufträge werden dabei in einem Orderbuch zusammengefaßt, das von den Handelsteilnehmern eingesehen werden kann. In vielen Handelssystemen (darunter Xetra) werden dabei nur die Preislimits und die Zahl der angebotenen bzw. nachgefragten Aktien angezeigt. Die Identität des Auftraggebers bleibt dagegen verborgen.

Bis April 2001 war das in Euronext Paris anders. Bis zu diesem Zeitpunkt wurde auch eine Identifikationsnummer angezeigt, aus der ersichtlich war, welcher Handelsteilnehmer den Auftrag in das System eingestellt hatte. Seit dem 23. April 2001 wird diese Information nicht mehr angezeigt, der Handel ist nun anonym. Diese Veränderung der Marktorganisation stellt ein natürliches Experiment dar, anhand dessen untersucht werden kann, ob die Anonymität bzw. Nichtanonymität des Handels Auswirkungen auf die Marktqualität hat. Unser Beitrag untersucht diese Frage sowohl theoretisch wie auch empirisch.

Zunächst entwickeln wir ein Signaling-Modell in dem wir zeigen, daß die Marktqualität tatsächlich vom Anonymitätsgrad beeinflußt wird. Allerdings läßt sich keine klare Aussage über die Richtung des Zusammenhangs machen; diese hängt vielmehr von den Parameterwerten ab. Aus dem Modell werden dann empirisch testbare Hypothesen abgeleitet, die mit Euronext-Daten überprüft werden. Dabei zeigt sich, daß anonym Handel zu tendenziell niedrigeren Geld-Brief-Spannen führt. Auch andere Modellvorhersagen wie die, daß die Höhe der Geld-Brief-Spanne Aussagen über die zukünftige Volatilität zuläßt und daß die Stärke des Zusammenhangs ebenfalls vom Anonymitätsgrad abhängt, können empirisch bestätigt werden.

Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung haben unmittelbare Konsequenzen für die Gestaltung elektronischer Märkte. Insbesondere legen sie nahe, daß Börsen, die derzeit noch die Identität der Auftraggeber anzeigen, über eine Veränderung ihres Marktmodells nachdenken sollten.